

## Markedsopdatering

# Vær selektiv og langsigtet!

22. november 2007

I de seneste måneder har vi været vidne til hvad man med rette kan betegne som "markedets vilde ridt". Derfor giver vi hermed en kort opdatering på bevæggrundene for aktiemarkedets udvikling, samt tager et nærmere kig på hvilke investeringstemaer der er fordelagtige i lyset heraf.

### Vores hovedpointer er:

- Kreditkrisen i den finansielle sektor er ikke ovre og regnskaberne fra de Amerikanske investeringsbanker ultimo januar 2008 bliver interessante at følge
- De danske finansvirksomheder synes ikke at være overbelastede af subprime lånepakker, men rammes hårdt af uroen alligevel
- Det er fortsat mest sandsynligt at vi ser en periode med lavvækst i USA og ikke en decideret recession
- Europa vil ikke blive så hårdt ramt af Amerikansk lavvækst som tidligere på grund af BRIK landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) og Østeuropa

### Vores konklusioner er:

- Vær selektiv og langsigtet! I denne periode gælder det om at have is i maven. Man skal vælge de selskaber ud som man fundamentalt set er positiv på. Kig eksempelvis på de investeringscases som er listet sidst i dette skriv
- Aktiemarkedet er fair priseniveau målt på P/E niveau
- Kreditkrisen har ramt den finansielle sektor hårdt og efter vores mening for hårdt. Så snart uroen falmer, så bør man være investeret i den finansielle sektor. Især de store Nordiske banker vil være attraktive investeringer

### Fair prisniveau men uforudsigeligt

Generelt set er aktiemarkederne temmelig uforudsigelige i disse tider, men vi tror på at de investorer der har en lang investeringshorisont med fordel kan begynde at samle aktier op til en særdeles attraktiv prissætning. Jf. figuren på næste side ses det, at de danske aktier, målt på P/E niveau, fortsat er under middel (P/E: Udtales "Price-Earnings" og er et udtryk for virksomhedens aktiekurs sat i forhold til det overskud efter skat pr. aktie som virksomheden tjener).



Den kreditkrise, også kaldet sub-prime krisen, som så småt startede i forsommeren 2007 har været længere end først antaget. Selvom flere Europæiske finansvirksomheder samt også nogle danske finansvirksomheder, eksempelvis Topdanmark og Danske Bank, har været eksponeret over for de mindre kreditværdige låntyper, så er det primært de amerikanske banker der har gjort forretninger med de "lånepakker" indeholdende mindre kreditværdige lån.

Sub-prime krisen og dens efterveer synes ikke at være et fænomen der forsvinder lige med det samme, og der gisnes i markedet om, at de amerikanske investeringsbanker ikke er færdige med at komme med nedjusteringer. Derfor tror vi fortsat på uro og usikkerhed i relation til de finansielle aktier indtil den Amerikanske regnskabssæson løber af stabelen i slutningen af januar/begyndelsen af februar 2008.

## Netop det amerikanske boligmarked er vigtig

Boligmarkedet er meget vigtig for den amerikanske økonomi, idet de stigende boligpriser har været afgørende for væksten i det amerikanske forbrug. I det tilfælde at det amerikanske boligmarked skulle begynde at stabilisere sig, vil kreditkrisen blive et mindre væsentligt tema for aktiemarkedet og derfor holder vi i den kommende tid et vågent øje med de boligrelaterede nøgletal herfra. De seneste ankomne nøgletal peger hverken i den ene eller den anden retning.

De høje råvare priser generelt og især den høje oliepris kan være dråben der får bægeret til at flyde over i USA. Sammenholdt med et svagt boligmarked kan energipriserne udmønte sig i et lavere forbrug hvilket vil betyde en svækkelse af den amerikanske økonomi. Olieprisen er i den seneste måneds tid blevet handlet i et rekordhøjt niveau på mellem US\$ 91-99. Vi ser da også dette som det største faremoment i relation til USA. Den eneste grund til, at vi ikke her i Danmark har mærket mere til den stigende oliepris (en stigning på 40% på 3 måneder) har været at US\$ i samme periode er faldet med næsten 10%.

I markedet gisnes der i disse tider om, hvorvidt den amerikanske økonomi kommer i recession eller nøjes med en periode med lavvækst. De seneste BNP nøgletal for 3. kvartal 2007 viste en vækst på 3,9%. Den amerikanske centralbank har netop nedjusteret deres prognoser for væksten i 2008 og pengepolitikken er lagt an på en BNP vækst på 1,5% i 4. kvartal 2007 og en samlet BNP vækst i underkanten af 2% i 2008. P.t. er det sandsynligt at der kommer endnu en rentenedsættelse i enten december eller januar.

## Lavere amerikansk vækst har ikke så stor betydning som den historisk har haft

For 10 år siden vil en periode med lavere vækst i USA have haft en forholdsvis stor betydning for den globale økonomi. Der udgjorde den amerikanske vækst op mod 50% af væksten på verdensplan. Sådan er det ikke længere. Den amerikanske økonomi fylder mindre end 25%. Derimod fylder de såkaldte emerging markets, herunder BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) op mod 60% af den globale vækst. Når man skal forklare hvorfor aktiemarkedene reagerer så kraftigt som de gør, så skyldes noget af æren det man kan kalde for "fastgroede tommelfingerregler". Investorer og analytikere reagerer ofte instinktivt på nøgletal og andre nyheder, og det kan være svært at ændre disse erfaringsbaserede reaktionsmønstre.

US\$ er et andet interessant tema. Med en amerikansk økonomi som vil være svækket, men dog ikke i recession, i hvert fald indtil ultimo 2008, så ser det ikke ud til, at presset på US\$ vil aftage. Vi vil sandsynligvis først se en vending i US\$ i det tilfælde at den Amerikanske Centralbank begynder med at sætte renten op, alternativt at den Europæiske Centralbank sætte renten ned. Til trods for, at den Amerikanske økonomi fylder mindre i verdensbilledet så synes sidstnævnte situation ikke være aktuel i 2008. Vi ser det ikke usandsynligt at US\$ niveauet kan falde i løbet af 2008.

Som nævnt foroven, så kan vi i 2008 se afmatning i den Europæiske vækst, dels grundet en svagere US\$ og dels grundet lavere eksport til netop USA. Vi forventer at den Europæiske Centralbank vil holde renten uforandret på 4%. Til trods herfor så er vi positive i relation til den Europæiske økonomi, idet man næppe skal glemme påvirkningen fra det nye Østeuropa og BRIK landene.

## BRIK og Kina

Sidstnævnte landegruppe, nemlig BRIK-landene ser vi som et område der vil klare sig særlig godt i 2008. Det eneste faremoment i BRIK-landenes vækstscenario synes at være Kina. Kreditstramninger fra den kinesiske centralbank, indførelsen af aktiebeskatning og gisninger om, at den kinesiske eksport vil blive ramt af en periode med lavvækst i den amerikanske økonomi er alle forhold som har været fremhævet i den seneste tids debat om hvor den kinesiske økonomi skal hen.

I skrivende stund synes nedgangen i den Amerikanske vækst ikke få nogen betydelig indflydelse på den kinesiske økonomi, idet ejendomsmarkedet som er den primære sektor under pres har et lille import indhold. Hvis det amerikanske forbrug derimod rammes, så vil det under tiden få nogen betydning, om end ikke drastisk. En pengepolitisk stramning i Kina, eksempelvis en forhøjelse af renten fra det nuværende 3,87% til 4,5% vil ikke have nogen større betydning når økonomien vokser med 10-12% årligt. Frem mod OL i Beijing i august 2008, tror vi derfor fortsat på Kina på grund af det høje investeringsniveau i landet. Dog vil vi være forsigtige herefter, da der er tegn på en boble på aktiemarkedet.

## Interessante cases

I lyset af de ovenstående økonomiske scenarier synes 4 cases at træde frem i lyset.

### 1. Alternativ energi

Grundet de høje energipriser bliver virksomheder inden for alternativ-energi sektoren fortsat mere attraktive investeringsobjekter. Energi-sektoren er i sig selv også interessant grundet de høje energi- og oliepriser, men disse vil blive ramt hårdt af eksempelvis en afmatning i den kinesiske vækst (hvilket meget vel kunne være tilfældet efter OL). Vi tror at virksomheder der beskæftiger sig med alternativ energi vil klar sig bedre igennem 2008. Blandt de virksomheder som er i spil her, er Vestas, Danisco og Novozymes.

### 2. Defensive aktier

Set i lyset af, at vi nærmer os en periode med lavere vækst i USA, så vil de mere defensive aktier være at foretrække, herunder teknologiselskaber og telekommunikation (eksempelvis Ericsson) og pharma/sundhedsudstyr industrien. Pharma/sundhedsudstyr industrien drives især af demografiske forandringer i de vestlige lande (der kommer flere ældre) og højere velstand i udviklingslandene (der investeres i sundhedssystemet). Her kigger vi primært på Novo Nordisk, William Demant, Coloplast, Bavarian Nordic og Neurosearch.

### 3. Vækst i BRIK landene

I relation til BRIK-lande temaet vil virksomheder der beskæftiger sig med infrastruktur minedrift, råvarer og olie klare sig bedst. Her er vores favorit-aktie FSL, imens NKT er en interessant outsider.

### 4. Spil på fortsat lav US\$

I det kommende år kan man med fordel købe aktier i Europæiske virksomheder der er eksponeret over for en faldende US\$ (eksempelvis IC Companies og Hennes & Mauritz) og Amerikanske virksomheder der eksporterer til Europa.